

Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

*Раева И.В., к.э.н.,
доцент кафедры «Оценка и управление
собственностью»
ФГОУ ВПО «Финансовый университет
при правительстве РФ», 2015 год.*

Специфика бизнеса как объекта оценки

1. Может определяться как стоимость собственного капитала предприятия, так и отдельных частей имущественного комплекса (активов и обязательств);
2. организационно-правовая форма предприятия;
3. определяется не только стоимостью имущественного комплекса (материально-вещественная составляющая), но и эффективностью создания и прироста стоимости (финансы предприятия, система управления);
4. специфика товара «бизнес»:
 - это инвестиционный товар (затраты и доходы разъединены во времени, размер ожидаемой прибыли неизвестен, имеет вероятностный характер),
 - потребность в регулировании бизнеса и процесса его оценки,
 - необходимость учитывать при оценке качество управления.

Виды стоимостей (1)

- **Рыночная стоимость объекта оценки** - наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:
 - одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
 - стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
 - объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
 - (в ред. Федерального закона от 14.11.2002 N 143-ФЗ)
 - цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
 - платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Виды стоимостей (2)

Инвестиционная стоимость объекта оценки - стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.

Ликвидационная стоимость объекта оценки - расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

Законодательная база оценки бизнеса

Основные документы:

1. *Федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ», №135 от 29.07.1998г.;*
2. *Федеральные стандарты оценки, а именно:*
 - *ФСО №1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки» №297 от 20.05.2015г.*
 - *ФСО №2 «Цель оценки и виды стоимости» №298 от 20.05.2015г.*
 - *ФСО №3 «Требования к отчету об оценке» №299 от 20.05.2015г.*
 - *ФСО №4 «Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости» №508 от 22.10.2010г.*
 - *ФСО №5 «Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения » №328 от 04.07.2011г.*
 - *ФСО №6 «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков » №628 от 07.11.2011г.*
 - *ФСО №7 «Оценка недвижимости» №611 от 25.09.2014г.*
 - *ФСО №8 «Оценка бизнеса» №326 от 01.06.2015г.*
 - *ФСО №9 «Оценка для целей залога» №327 от 01.06.2015г.*
 - *ФСО №10 «Оценка стоимости машин и оборудования» №328 от 01.06.2015г.*
 - *ФСО №11 «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности» №385 от 22.06.2015г.*

Факторы, влияющие на стоимость бизнеса

- Спрос
- Доход
- Время
- Риск
- Контроль
- Ликвидность
- Ограничения
- Соотношение спроса и предложения

Принципы оценки бизнеса

- 1 группа – принципы, основанные на представлениях собственника (полезности, замещения, ожидания);
- 2 группа – принципы, связанные с эксплуатацией собственности (вклада, остаточной продуктивности, предельной производительности, сбалансированности=пропорциональности);
- 3 группа – принципы, обусловленные действием рыночной среды (соответствия, регрессии и прогрессии, конкуренции, зависимости от внешней среды, изменения стоимости, экономического разделения).

Подходы к оценке

Доходный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

Сравнительный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах.

Затратный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний.

Методы в рамках подходов к оценке бизнеса

- Доходный подход – метод капитализации доходов, метод ДДП;
- Сравнительный подход – метод рынка капитала (компании-аналога), метод сделок, метод отраслевых коэффициентов;
- Затратный подход – метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости.

Процесс оценки

- Постановка задания на оценку;
- Сбор, проверка и обработка информации;
- Выбор методов оценки в рамках подходов, проведение расчетов, обоснование примененных допущений и ограничений;
- Согласование результатов, выведение итоговой стоимости;
- Написание отчета об оценке.

Подготовка информации (внешняя информация 1)

Требования к информации – достоверность, точность, комплексность.

От внешней к внутренней информации:

макроэкономика – отрасль – фирма.

Основные факторы макроэкономического риска:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение ставок процента;
- изменение валютного курса;
- уровень политической стабильности.

Основные источники информации: программы правительства, аналитические обзоры информационных агентств, периодическая экономическая печать, интернет.

Подготовка информации (внешняя информация 2)

Основные факторы отраслевого риска:

- нормативно-правовая база;
- рынки сбыта;
- условия конкуренции.

Основные источники информации (в том числе и для поиска аналогов) – русско- и англоязычные:

- www.akm.ru
- www.raexpert.ru
- www.disclosure.fcsm.ru
- www.gks.ru
- www.skrin.ru
- www.nqs.ru
- www.quote.ru
- www.spark.ru
- www.fpf.ru
- www.hoovers.com
- www.finance.yahoo.com

Подготовка информации (внутренняя информация 3)

1. Общие сведения (адрес, дата основания, структура акционерного капитала, виды деятельности);
2. Историческая справка об этапах развития предприятия;
3. Информация о кадрах (численность работающих, их квалификация, текучесть кадров, уровень менеджмента);
4. Информация о производстве и сбыте (организационная структура предприятия, ассортимент выпускаемой продукции, основные поставщики предприятия, основные потребители продукции, сбытовая сеть, условия сбыта);
5. Характеристика имущественного комплекса;
6. Инвестиционная деятельность;
7. Финансовая деятельность;
8. Информация о ценных бумагах предприятия (эмиссии акций, дивидендная история, сделки с крупными пакетами акций/долями предприятия, рыночные котировки акций).

Обработка информации

- Инфляционная корректировка отчетности;
Формула Фишера:
$$R_r = (R_n - i) / (1+i), \text{ если } i > 15\%.$$

 R_r – реальная ставка;
 R_n – номинальная ставка;
 i – индекс инфляции.
- Нормализация бухгалтерской отчетности;
- Трансформация бухгалтерской отчетности;
- Вычисление относительных (финансовых) показателей:
 - Показатели ликвидности и платежеспособности;
 - Показатели финансовой устойчивости;
 - Показатели оборачиваемости (деловой активности);
 - Показатели рентабельности;
 - Инвестиционные показатели.

Доходный подход. Денежные потоки

Классификации денежных потоков

1. Денежные потоки

для собственного

капитала

(бездолгового)

для инвестированного

капитала

ЭЛЕМЕНТЫ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА для собственного капитала (косвенный метод расчета):

- чистая прибыль;
- амортизационные отчисления (по основным средствам и по нематериальным активам);
- капитальные вложения;
- изменение собственного оборотного капитала (СОКа);
- изменение долгосрочной задолженности.

2. Денежные потоки – номинальные и реальные.

3. Денежные потоки - рублевые и валютные.

В зависимости от выбора типа и вида денежного потока выбирается и ставка дисконтирования.

Основные этапы оценки методом ДДП

1. Выбор модели денежного потока (ДП);
2. Определение длительности прогнозного периода;
3. Ретроспективный анализ и прогноз выручки;
4. Анализ и прогноз расходов;
5. Анализ и прогноз инвестиций;
6. Расчет величины ДП для каждого года прогнозного периода;
7. Расчет ставки дисконтирования;
8. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период (ПП);
9. Расчет текущих стоимостей будущих ДП и стоимости в ПП;
10. Внесение итоговых поправок:
 - нефункционирующие активы;
 - избыток / дефицит собственного оборотного капитала.

Ставка дисконтирования

Денежный поток для СК:

- Модель CAPM;
- Модель кумулятивного построения;

Денежный поток для ИК –

- Модель средневзвешенной стоимости капитала

$$WACC = k_d * (1 - t_c) * w_d + k_p * w_p + k_s * w_s ,$$

k_d - стоимость привлечения заемного капитала

t_c - ставка налога на прибыль предприятия

k_p - стоимость привлечения акционерного капитала
(привилегированные акции)

k_s - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции)

w_d - доля заемного капитала в структуре капитала предприятия

w_p - доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия

w_s - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Ставка дисконтирования: модель CAPM (1)

Предпосылки, лежащие в основе модели CAPM:

- 1) инвесторы стремятся избегать риска;
- 2) рациональные инвесторы стремятся владеть эффективными портфелями – диверсифицированными;
- 3) все инвесторы имеют идентичные инвестиционные горизонты (ожидаемые периоды владения);
- 4) все инвесторы имеют идентичные ожидания относительно переменных – ожидаемая ставка дохода и ставка капитализации;
- 5) не существует транзакционных издержек;
- 6) не существует налогов, связанных с инвестициями (однако могут быть корпоративные подоходные налоги);
- 7) ставка, получаемая за ссуживание денег, равна стоимости заемного капитала;
- 8) рынок имеет идеальную стоимость и ликвидность (т.е. инвесторы могут свободно покупать и продавать любые необходимые доли собственности данной компании).

Безрисковая ставка включает 3 компонента:

- 1) рентная ставка (реальный доход при предоставлении (ссуде) средств на инвестиционный период, т.е. при отказе от потребления на цели, на которые средства могли бы быть использованы в ином случае);
- 2) инфляция (ожидаемый темп инфляции в течение срока безрисковой инвестиции);
- 3) риск погашения, или риск инвестиционной ставки (риск того, что в течение периода, остающегося до погашения, рыночная стоимость основной суммы долга повысится или понизится в цене как функция изменения общего уровня процентных ставок).

Ставка дисконтирования: модель CAPM (2)

$$R = R_f + \beta^* (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$$

R - требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

R_f - безрисковая ставка дохода;

β - коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

R_m - общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S_1 - премия для малых предприятий;

S_2 - премия за риск, характерный для отдельной компании;

C - страновой риск.

Расчет премии S1

(на основе статистической информации для портфелей десятичных групп NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2000 гг.))

	Десятичные группы	Рыночная капитализация (в долл. США)	Коэффициент «бета»	Среднее арифметическая доходность	Реализованная прибыль сверх безрисковой ставки	Расчетная доходность сверх безрисковой ставки	Премия за размер
1	Максимальные значения	1 1 757 098 230	0,91	12,06%	6,84%	7,03%	(0,20%)
2		1 797 427 043	1,04	13,58%	8,36%	8,05%	0,31%
3		864 872 122	0,09	14,16%	8,93%	8,47%	0,47%
4		546712821	0,13	14,60%	9,38%	8,75%	0,62%
5		400422531	0,16	15,18%	9,95%	9,03%	0,93%
6		286 627 260	0,18	15,48%	10,26%	9,18%	1,08%
7		221 635 399	0,24	15,68%	10,46%	9,58%	0,88%
8		137729312	1,28	16,60%	11,38%	9,91%	1,47%
9		116702549	1,34	17,39%	12,17%	10,43%	1,74%
10	Минимальные значения	74 292 170	1,42	20,90%	15,67%	11,05%	4,63%

Расчет премии S2

Фактор риска	Степень риска			Результат
	Низкая	Средняя	Высокая	
• Уровень установленных цен	1	2	3	
• Зависимость от ключевых сотрудников	1	2	3	
• Корпоративное управление	1	2	3	
• Зависимость от ключевых потребителей	1	2	3	
• Зависимость от ключевых поставщиков	1	2	3	
• Наличие перспективы развития бизнеса	1	2	3	
• Состояние основных фондов	1	2	3	
• Финансовое состояние компании и возможность привлечения средств для финансирования капвложений	1	2	3	

Ставка дисконтирования: модель кумулятивного построения

Модель кумулятивного построения = Безрисковая ставка + Общая премия за риск

Общая премия за риск =
премия за риск акционерного капитала;
премия за размер компании;
премия за специфический риск компании.

Премия за специфический риск компании =

- премия за финансовую структуру;
- премия за рентабельность и прогнозируемость доходов;
- премия за товарную и территориальную диверсификацию;
- премия за клиентскую диверсификацию;
- премия за качество управления (менеджмент);
- премия за прочие риски.

Расчет стоимости в постпрогнозный период (ПП)

- Модель Гордона

$$V \text{ term} = CF(t + 1) / (Rd - g)$$

V term – стоимость в постпрогнозный период;

CF(t + 1) - ДП в первый год ПП;

Rd – ставка дисконтирования;

G- долгосрочные темпы роста ДП.

- Метод чистых активов
- Метод ликвидационной стоимости
- Метод предполагаемой продажи

Метод капитализации дохода

- Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована (чистая прибыль, прибыль до уплаты налогов, фактически выплаченные дивиденды, потенциальные дивиденды);
- Расчет ставки капитализации;
 $R_k = R_d - g$
 R_k – ставка капитализации;
 R_d – ставка дисконтирования
 g – долгосрочные темпы роста дохода или ДП.
- Определение предварительной величины стоимости;
- Применение итоговых поправок:
 - на наличие нефункционирующих активов;
 - на контрольный/неконтрольный характер оцениваемой доли;
 - на недостаток ликвидности.

Сравнительный подход (1)

Базовые положения:

- Используются реально сформированные рынком цены на сходные предприятия либо их акции (наиболее интегральный учет факторов, влияющих на стоимость бизнеса) ;
- Принцип альтернативных инвестиций;
- Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития.

Сравнительный подход (2)

Метод компании-аналога или метод рынка капитала основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Таким образом, базой для сравнения служит цена на единичную акцию открытых акционерных обществ. Используется для оценки миноритарного пакета акций.

Метод сделок или метод продаж ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Используется для оценки предприятия целиком или контрольного пакета акций.

Сравнительный подход (3)

Этапы метода рынка капитала:

- мониторинг отрасли, сбор информации, составление первичной выборки аналогов;
- сравнительный финансовый анализ аналогов и рассматриваемого предприятия;
- составление вторичной выборки аналогов;
- расчет рыночных мультипликаторов;
- усреднение мультипликаторов, выбор величины мультипликаторов;
- расчет стоимости;
- применение итоговых поправок:
 - портфельная скидка;
 - стоимость нефункционирующих активов;
 - недостаточность СОКа или экстренная потребность в капвложениях;
 - учет ликвидности;
 - учет элементов контроля.

Критерии сопоставимости компаний - аналогов

- Отраслевое сходство
- Размер компании
- Перспективы роста
- Финансовый риск
- Качество менеджмента
- Финансовые показатели

Мультипликаторы

- **Интервальные:**

- Цена / Прибыль;
- Цена / ДП;
- Цена / Дивиденды;
- Цена / Выручка от реализации;
- Цена / Физический объем;

- **Моментные:**

- Цена / Активы;
- Цена / Чистые активы;
- Цена / Внеоборотные активы;
- Цена / Оборотные активы.

Сравнительный подход (4)

Метод отраслевых коэффициентов или метод отраслевых соотношений основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами.

Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

В результате обобщения разрабатываются достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

Примеры:

Бухгалтерские фирмы = 0,5 годовой выручки;

Рекламное агентство = 0,7 годовой выручки;

Ресторан = 0,25 – 0,5 валовой выручки;

Туристическое агентство = 0,4 – 0,1 валовой выручки;

АЗС = 1,2 – 2,0 месячной выручки;

Предприятие розничной торговли =

= 0,75 – 1,5 (чистый доход + стоимость оборудование + стоимость запасов).

Затратный подход

- **Метод чистых активов** – стоимость бизнеса определяется как стоимость активов (материальных и нематериальных) за вычетом долговых обязательств, скорректированных на дату оценку.

Расчет чистых активов согласно приказа Минфина РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 года № 10н, 03-6/пэ «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ»

- **Метод ликвидационной стоимости** –
Выручка от распродажи активов за вычетом обязательств перед работниками предприятия и кредиторами (добровольная и принудительная)

Метод чистых активов. Основные этапы (1)

1. **Сбор и анализ финансовой информации (бухгалтерских балансов и расшифровок к ним)**
2. **Определение скорректированной стоимости внеоборотных активов, включая:**
 - нематериальные активы и объекты интеллектуальной собственности,
 - основные средства (земля, здания, сооружения, машины, оборудование, инвентарь, прочие),
 - незавершенное строительство,
 - долгосрочные финансовые вложения,
 - прочие внеоборотные активы
3. **Определение скорректированной стоимости оборотных активов, включая:**
 - товарно-материальные запасы и расходы будущих периодов,
 - дебиторская задолженность,
 - краткосрочные финансовые вложения;
 - прочие оборотные активы

Метод чистых активов. Основные этапы (2)

4. **Определение скорректированной стоимости обязательств, включая:**
 - Кредиторскую задолженность.
 - Прочие обязательства
5. **Составление «Экономического» баланса предприятия, в котором активы и пассивы отражены по их скорректированной стоимости**
6. **Определение стоимости собственного капитала путем вычитания их скорректированной стоимости активов предприятия скорректированной стоимости всех его обязательств**

Метод ликвидационной стоимости

- Составление календарного графика ликвидации активов;
- Расчет валовой выручки от ликвидации активов;
- Вычитание прямых затрат (оплата услуг оценочных, юридических фирм, налоги и сборы, уплачиваемые при продаже;
- Дисконтирование скорректированных стоимостей активов;
- Вычитание расходов, связанных с владением активов до их продажи (включая управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации);
- Учет операционных прибылей / убытков ликвидационного периода;
- Вычитание имущественных прав на удовлетворение: выходных пособий и выплат работникам предприятия; требования кредиторов по обязательствам, обеспеченных залогом имущества ликвидируемого предприятия; задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды; расчеты с прочими кредиторами.

Требования к отчетам

- **Основные документы:**

- 1. *ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» - статья 11. «Общие требования к содержанию отчета об оценке объекта оценки» ФЗ-135 от 29.07.1998г.;*
- 2. *ФСО №3 «Требования к отчету об оценке» №299 от 20.05.2015г.*

Раздел «Основные факты и выводы»

В разделе основных фактов и выводов должны содержаться:

- общая информация, идентифицирующая объект оценки;
- результаты оценки, полученные при применении различных подходов к оценке;
- итоговая величина стоимости объекта оценки;

Вариант формы краткого резюме (основные факты и выводы)

- 1. Информация об объекте оценки.
(количество акций и их тип в том пакете, который оценивается)**
- 2. Структура акционерного капитала**
- 3. Краткая информация о предприятии**
- 4. Финансовое положение предприятия (основные финансовые коэффициенты, состояние расчетов с бюджетом, наличие задолженности, особенно – реструктурированной)**
- 5. Методология оценки (применяемые методы) и основные предположения, сделанные при оценке предприятия**
- 6. Результаты оценки с использованием различных методов, итоговое заключение о стоимости объекта оценки**

Структура отчета

- 1. Титульный лист, сопроводительное письмо, оглавление**
- 2. Основные факты и выводы**
- 3. Вводная часть**
- 4. Общая часть**
- 5. Финансовый анализ**
- 6. Оценочная часть**
- 7. Приложение**

Постановка задания на оценку

- **Информация о Заказчике**
- **Информация об Исполнителе**
- **Информация об Оценщиках**
- **Основание для проведения оценки**
- **Цель оценки**
- **Задача оценки (предполагаемое использование результатов оценки)**
- **Объект оценки**
- **Балансовая стоимость объекта оценки**
- **Правообладатель (собственник) объекта оценки**
- **Дата оценки (дата проведения оценки, дата определения стоимости)**
- **Срок проведения оценки**
- **Дата составления отчета**
- **Дата осмотра объекта оценки / основных средств объекта оценки-предприятия**

Структура общей части

Макроэкономический обзор

Обзор отрасли / сегмента отрасли

Обзор региона

Описание объекта оценки, описание предприятия

Структура Приложения

Копии документов, переданных Заказчиком

Фотоматериалы

*Таблицы (по результатам и расчетам в рамках
финансового анализа и оценочных подходов)*

Копии документов Оценщиков и Исполнителя

Структура финансового анализа

- **Исходная информация для проведения финансового анализа**
- **Методика проведения финансового анализа**
- **Горизонтальный финансовый анализ отчетности (формы №№1, 2, 5)**
- **Вертикальный финансовый анализ отчетности (формы №№1, 2, 5)**
- **Коэффициентный финансовый анализ отчетности (формы №№1, 2, 5)**
- **Интегральные методы оценки финансового состояния**
- **Сопоставление с нормативными величинами (по ряду коэффициентов), со среднеотраслевыми показателями, с показателями предприятий - аналогов**
- **Выводы, обобщения, заключения оценщика**